



Research and
Development Center

信心与决心：稳增长预期下的边际改善

——保险行业 2023 年投资策略

非银金融行业

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

信心与决心：稳增长预期下的边际改善——保险行业 2023 年投资策略

2023 年 1 月 3 日

摘要：

- **保险业 2023 年的信心与决心：**中央政治局和国常会明确提出提振市场信心，我们认为明年社会的工作重心将聚焦“经济发展”，而稳定预期、提振信心则是经济恢复需要率先迈出的关键一步。**稳增长预期下，经济复苏有望推动长端利率中枢上行，利好保险股估值修复。**当前居民储蓄意愿较强，权益配置意愿下降，保险配置意愿有所上升。随着国家不断统筹疫情防控和推动社会经济发展，**疫情管控不断优化预期下保险销售有望逐渐复苏。**同时，中国中央、国务院印发了《扩大内需规划纲要（2022-2035 年）》，强调坚定实施扩大内需战略、培育完善内需体系，保险业有望深度参与培育完善内需体系，**有望深度参与养老事业和养老服务协同、提供多层次医疗健康服务，同时保险业有望加大制造业投资支持力度，助力科技创新国家战略。**
- **寿险：持续转型磨底，质态边际向好。**1) 寿险保费整体仍小幅承压，2022 年各大上市险企三季报看，当前各大险企深化渠道改革，人力下滑趋缓，高质量人力有望使人均 FYC 及保单继续率逐步提升。随着个人养老金制度试点正式启动、开门红逐渐开启，以及近期“理财产品破净”等因素催化，寿险月度保费或有望迎来边际改善，**2023 寿险 NBV 缺口或有望逐步收窄。**2) 随着个人养老金制度正式落地，保险公司有望依托自身在精算定价、经验数据积累、年金受托运营等方面的优势，帮助个人和家庭打造全生命周期养老财务规划和保障。同时，**人口老龄化程度加深，各大险企纷纷加快康养布局，康养社区不断“落子”，延伸产品差异化服务，康养服务将有望成为支撑产品的核心竞争力。**
- **产险：整体维持高景气，业务质态不断提升。**整体维持高景气，业务质态不断提升。主要上市险企 1-11 月累计财险保费均保持稳健增长。头部险企近年来不断聚焦“提质、降本、增效”，通过**不断升级精算定价模型、精细化管理、强化承保风险选择，提高承保质量，助力承保利润提升。**同时，**车险和非车险发展更加均衡：**1) 车险：决胜渠道管控和服务水平，集中度有望不断提升前三季度人保财、太保财、平安财综合成本率分别为 96.5%、97.8%、97.9%，同比分别-2.4pct、-1.9pct、+0.6pct，头部公司充分深挖市场潜力，不断提升服务质量和细分议价能力。2) 非车险：依托于意健险、农险和信用保证保险等产品拉动，非车险保费实现较快增长，整体增速高于车险保费增速。
- **投资端：稳增长和地产向好背景下投资端弹性凸显。**稳增长和地产向好背景下投资端弹性凸显。2022 年长端利率低位震荡叠加权益市场大幅波动，投资收益率整体承压，但保险资金运用余额稳步增长，投资范围逐渐拓宽。房地产“三支箭”等密集利好政策利好保险板块估值修复，主要上市险企房地产投资敞口风险整体可控。随着稳增长政策的进一步推进和地产企稳，险企投资端有望逐渐消除市场悲观预期，同时保险投资亦有望迎来修复，进而推动险企利润端表现。
- **估值及个股关注：**2022 年全年保险板块表现剧烈震荡，全年中万保险行业指数-6.50%，跑赢上证综合指数（-14.95%）和沪深 300 指数（-21.27%）。整体看保险板块从一季度下行后持续低位震荡，但四季度以来板块表现明显回升。高层定调经济发展主线，疫情管控逐渐优化，

经济活动正常化预期不断加强，伴随着 2023 年开门红活动和各大险企改革效果的逐渐显现，我们认为保险板块资负两端均有修复预期，建议关注负债端表现稳健且领先行业，投资端弹性较大的【中国人寿】、更加受益房地产改善和庞大优质的代理人队伍的【中国平安】、“长航行动”效果凸显，负债端表现有望领先的【中国太保】和稳扎稳打的财产险绝对龙头【中国财险】。

- **风险因素：**宏观经济持续下行，险企改革不及预期，银保合作不及预期，资本市场剧烈波动

目录

一、宏观政策奠定保险行业 2023 年发展的信心和决心	6
1.1 信心：稳增长政策有望托底经济发展，提振保险行业发展信心	6
1.2 决心：扩大内需战略背景下，险企深度参与培育完善内需体系	7
二、寿险：持续转型磨底，质态边际向好	9
2.1 保费：持续磨底，静待拐点	9
2.2 人力：高质量代理人数量和人均 FYC 逐步提升	11
2.3 渠道：个险变革、银保崛起，渠道双轮驱动	12
2.4 产品：个人养老金及 2023 “开门红”有望贡献增量	13
2.5 服务：康养服务支撑产品核心竞争力	16
三、产险：整体维持高景气，业务质态不断提升	17
3.1 财险保费整体保持稳健，非车险表现助力财险保费增长	17
3.2 车险：决胜渠道管控和服务水平，集中度有望不断提升	18
3.3 非车险：保费快速增长，产险保费结构更为均衡	18
3.4 产险展望：新发展理念推动财险业经营逻辑进化	19
四、资产端：地产向好背景下投资端弹性凸显	19
4.1 长端利率低位震荡叠加权益市场大幅波动，投资收益率整体承压	19
4.2 房地产利好政策频发，企稳预期利好投资端表现	22
4.3 当前时点房地产投资敞口如何？	22
4.4 地产回暖有助于核心指标提振：以“华夏幸福减值”为例	25
五、估值及个股关注	26
5.1 整体估值与板块表现	26
5.2 个股标的关注	28
六、风险因素	28

表目录

表 1：1H22 险企保单继续率同比变化	11
表 2：各公司深入推进渠道转型举措	12
表 3：主要上市险企 2023 年开门红产品形态（不完全统计）	14
表 4：个人养老金保险产品形态（截至 2022 年 12 月 27 日）	15
表 5：个人养老金保险产品结算利率和初始费用	16
表 6：中国人寿养老社区布局情况	17
表 7：主要上市险企 1H22 投资收益率敏感性	21
表 8：近期房地产支持政策梳理	22
表 9：险企房地产投资敞口情况汇总(截止 1H22)	23

图目录

图 1：消费者信心指数下降	6
图 2：疫情使储蓄意愿不断上升	6
图 3：住户存款同比增速及分拆	6
图 4：理财产品预期收益率下行	6
图 5：各类资产配置意愿指数	7
图 6：3Q22 居民预期未来三个月增加支出项目	7
图 7：友邦保险 2022 负债端核心指标逐季改善	7
图 8：友邦保险 2022 前三季度 NBV 及年化新保费同比	7
图 9：每千名 65 岁以上老人养老服务床位数（张）及增长率	8
图 10：养老服务床位数及增长率	8
图 11：1-11 月累计寿险保费增速	9
图 12：11 月寿险保费增速	9
图 13：主要上市险企 NBV 同比整体逐季改善	10
图 14：上市险企寿险前三季度新单保费（亿元）及同比增速（右轴）	10
图 15：主要上市险企新业务价值率 NBVM 情况	10
图 16：近年来平安长期保障型产品逐年走低	10
图 17：个险代理人下滑趋缓（单位：万人）	11
图 18：各险企人均月均新单保费（元）	11
图 19：太保寿险月均保险营销员和月均核心人力（千名）	12
图 20：上市险企银保渠道保费收入情况汇总（百万元）	13
图 21：上市险企银保渠道保费同比增长情况汇总	13
图 22：养老第三支柱产品体系（不完全统计）	15

图 23: 太保家园全国布局分布情况	16
图 24: 1-11 月累计财险保费增速	17
图 25: 11 月单月财险保费增速	17
图 26: 头部财产险企综合成本率 COR (截至 3Q22)	18
图 27: 3Q22 车险&非车险保费均保持快速增长	18
图 28: 2021-2022 广义乘用车零售情况 (千辆)	18
图 29: 2022 年 1-10 月财险单月车/非车险保费结构 (亿元)	18
图 30: 头部险企非车险保费占比逐年提升	19
图 31: 人保 2022 年 1-11 月各细分险种累计保费增速	19
图 32: 上市险企历年净投资收益率	20
图 33: 上市险企历年总投资收益率	20
图 34: 总投资收益率同比表现	20
图 35: 上市险企投资收益率变动	20
图 36: 中国平安短期投资波动影响	21
图 37: 截止 3Q22 保险资金运用余额	22
图 38: 截止 3Q22 保险资管资金运用情况	22
图 39: 中国平安房地产投资敞口分布 (截至 1H22)	23
图 40: 中国太保房地产投资敞口分布 (截至 1H22)	23
图 41: 中国人寿房地产投资敞口分布 (截至 1H22)	24
图 42: 中国人寿 2021 非标资产投资行业分布	24
图 43: 新华保险房地产投资敞口分布 (1H22)	24
图 44: 中国人保房地产投资敞口分布 (1H22)	24
图 45: 华夏幸福减值对平安归母净利润及净营运利润的影响	25
图 46: 华夏幸福减值对平安内含价值的影响	25
图 47: 2022 年保险板块表现复盘	26
图 48: 主要上市险企 2022 年股价表现	27
图 49: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)	27
图 50: 2007-2022 年保险板块表现复盘	27

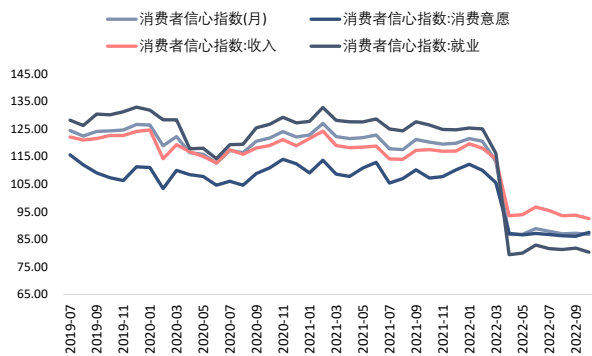
一、宏观政策奠定保险行业 2023 年发展的信心和决心

1.1 信心：稳增长政策有望托底经济发展，提振保险行业发展信心

稳增长预期下，经济复苏有望推动长端利率中枢上行，利好保险股估值修复。2022 年国际国内形势复杂多变，疫情反复、俄乌冲突升级、美联储加息、欧洲通胀危机等深刻影响全球格局，国内需求收缩、供给冲击和预期转弱“三重压力”对经济制约较为明显，保险行业负债端和投资端均受到严峻考验。2022 年 12 月 6 日召开中央政治局会议，强调坚持稳中求进总基调，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更好地统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，通过全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略和深化供给侧结构性改革结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济整体好转。稳增长预期下，我们认为随着经济的不断复苏长端利率中枢有望逐渐抬升，配合社会经济生活的不断恢复，保险需求和供给均有望迎来增量并推动估值修复。

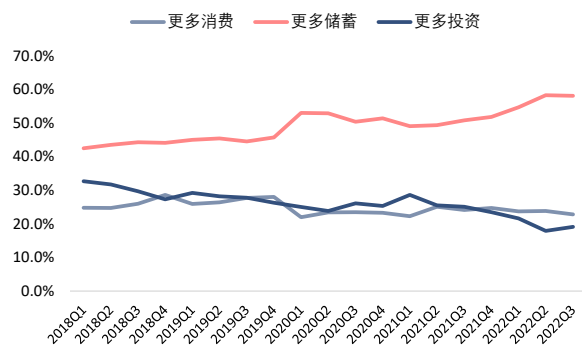
国常会明确提出提振市场信心。在国内经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱的背景下，中央经济工作会议明确提出“要提振市场信心”，并对 2023 年经济发展给出明确预判“明年经济有望总体回升”，我们认为明年社会的工作重心将聚焦“经济发展”，而稳定预期、提振信心则是经济恢复需要率先迈出的关键一步。

图 1：消费者信心指数下降



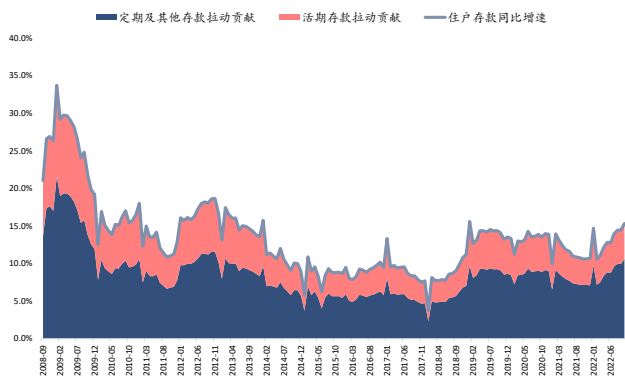
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：疫情使储蓄意愿不断上升



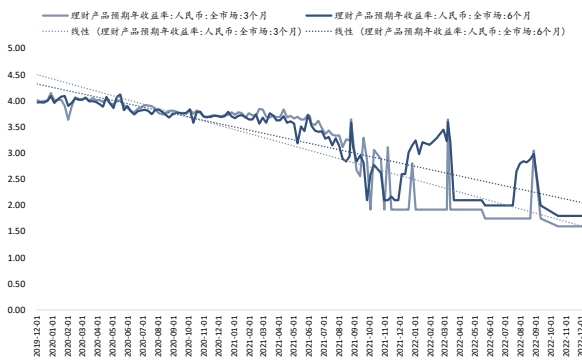
资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

图 3：住户存款同比增速及分析



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：理财产品预期收益率下行



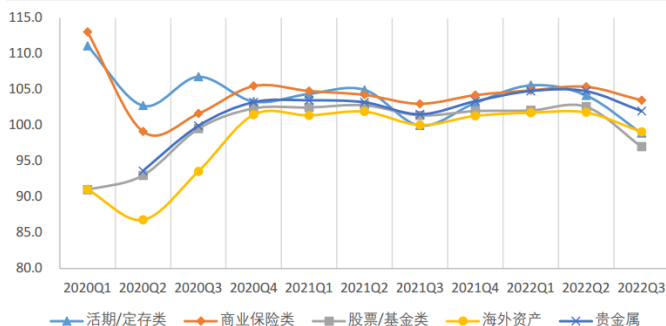
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2022 年以来居民储蓄意愿持续较强。央行《2022 年第三季度城镇储户问卷调查报告》显示，疫情影响居民消费、储蓄和投资意愿。2022 年前三季度倾向于“更多储蓄”的居民占比分别为 54.7%、58.3%和 58.1%，整体维持在高位。其中 3Q22 倾向于“更多消费”的居民占比 22.8%，环比上季-1.0pct；倾向于“更多投资”的居民占比

19.1%，环比上季+1.2pct。

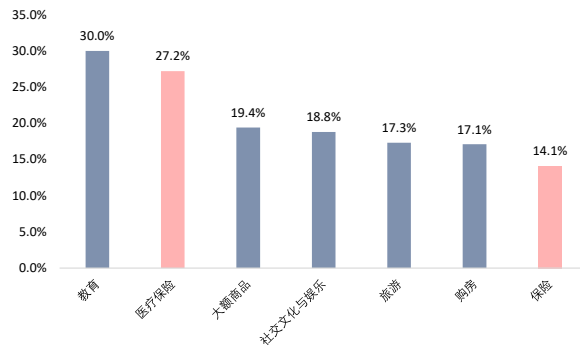
从 3Q22 居民预期未来三个月准备增加支出的项目来看，居民选择比例由高到低依次为：教育（30%）、医疗保健（27.2%）、大额商品（19.4%）、社交文化和娱乐（18.8%）、旅游（17.3%）、购房（17.1%）和保险（14.1%）。

图 5：各类资产配置意愿指数



资料来源：《中国家庭财富指数调查报告（2022Q3）》，信达证券研发中心

图 6：3Q22 居民预期未来三个月增加支出项目

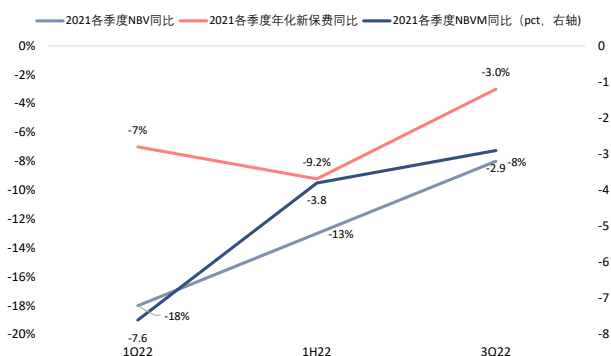


资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

权益配置意愿下降，保险配置意愿有所上升。根据西南财经大学中国家庭调查与研究中心、蚂蚁集团研究院和蚂蚁理财智库发布的《中国家庭财富指数调查报告 2022Q3》，今年以来受到疫情反复、俄乌冲突等复杂多变的国际形势、美国加息等事件影响，家庭的风险意识较高，避险意愿有所上升。3Q22 商业健康险类以及贵金属类资产配置意愿指数分别为 103.5 和 102.0，均高于 100 且已超过“股票/基金类”的资产配置意愿。同时，随着资管新规下理财产品刚性兑付被打破，具有“长期锁息+安全稳定+强制储蓄”属性的储蓄型保险产品有望进一步迎来增量。

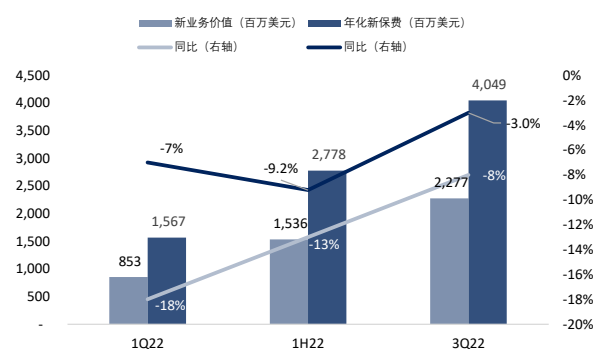
统筹疫情防控和社会经济发展，疫情管控优化预期下保险销售有望逐渐复苏。从友邦保险 3Q22 业绩情况看，按固定汇率情况下，实现新业务价值 7.41 亿美元，同比+7%，同时所有地区分部均实现新业务价值同比正增长；实现年化新保费 12.71 亿美元，同比+8%。参考友邦财报数据以及港台和东南亚地区疫情优化经验，我们认为随着疫情管控的不断优化，短期内或继续面临冲击，但随着疫情达峰的逐渐到来，后续社会经济活动有望逐渐恢复常态化，保险经营活动尤其是代理人展业活动有望逐渐恢复，同时居民消费信心也有望逐渐回暖，保险负债端整体有望迎来持续修复预期。

图 7：友邦保险 2022 负债端核心指标逐季改善



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：友邦保险 2022 前三季度 NBV 及年化新保费同比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 决心：扩大内需战略背景下，险企深度参与培育完善内需体系

中国中央、国务院印发了《扩大内需规划纲要（2022-2035 年）》（以下简称《纲要》），强调坚定实施扩大内需战

略、培育完善内需体系，是加快构建以国内大循环为主体、国际国内双循环相互促进的新发展格局的必然选择。

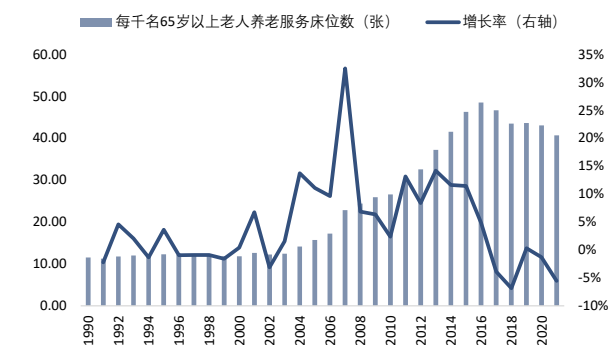
从《纲要》描绘的扩大内需战略看，凸显未来保险需求的增长空间。我们认为《纲要》，将深刻影响保险的需求端和供给侧，保险业有望不断破局，在养老产业协同、多层次医疗体系建设和服务制造业、助力国家科技创新战略等方面进行深度参与，持续为社会保驾护航。

保险有望深度参与养老事业和养老服务协同

《纲要》强调：1）增加养老育幼消费，适应人口老龄化进程，推动养老事业和养老产业协同发展，加快健全居家社区机构相协调、医养康养的养老服务体系；2）发展银发经济，推动公共设施适老化改造，开发适老化技术和产品。

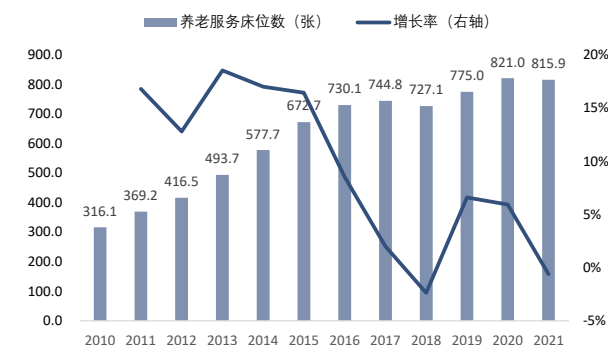
根据国家统计局公布数据，截止 2021 年我国 65 岁及以上人口为 20056 万人，占全国人口的 14.2%。这是中国 65 岁及以上人口占比首次超过 14%。另外，我国的养老机构床位数在 2013 年达到最高值 493.7 万张，之后下降到 2015 年的 358.1 万张，2020 年上升为 483.1 万张。受人口老龄化加速的影响，尽管养老机构的床位数在不断增加，每百名老人（65 岁及以上）拥有的养老机构床位数仍然处于较低的水平。

图 9：每千名 65 岁以上老人养老服务床位数（张）及增长率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：养老服务床位数及增长率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

从国家战略层面看，险企发力康养生态也迎合了国家积极应对人口老龄化的政策方向。2020 年 12 月，国务院常务会议提出鼓励保险公司提供养老社区、老龄照护等服务。2022 年 2 月，国务院印发《“十四五”国家老龄事业和养老服务体系规划》也明确支持险资对养老服务产业进行投资，引导险企加快研发适合居家护理、机构护理、社区护理等多样化护理需求的产品。

从国家养老储备方面来看，我国目前护理人才短缺，制约了险企打造高标准的康养服务。险企的核心竞争力在于养老服务的多元化供给和专业水准的运营能力。根据民政部、国家卫健委等部门统计，我国目前有近 4000 万失能半失能老年人，但养老护理从业人员仅有 30 万，养老护理专业人才的缺失也造成了养老服务供给的短缺。未来险企将有望通过康养健康产业布局，吸引和培训更多的专业养老护理专业人才进入养老产业，为老龄化背景下日益增长的护理需求提供解决方案。

提供多层次医疗健康服务，险企承担重要角色

《纲要》提出全面推进健康中国建设，深化医药卫生体制改革，完善公共卫生体系，促进公立医院高质量发展的同时，支持社会力量提供多层次多样化医疗服务和个性化就医服务，同时要加快培育“互联网+社会服务”新模式，积极发展“互联网+医疗健康”服务，健全社会保障制度，完善基本医疗保险制度，健全重特大疾病医疗保险和救助制度，支持商业健康保险发展。我们认为商业保险是完善多层次多样化医疗服务的重要力量，保险业有望不断发展自身优势，为居民健康提供多样化解决方案。

加大制造业投资支持力度，助力科技创新国家战略

《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》明确提出要顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，强化科技自立自强，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，推动供需在更高水平上实现良性循环。在此过程中，保险供给侧有望不断参与到科技创新国家战略中来，通过保险产品为科技创新提供保险解决方案，为科技产业和企业提供风险保障，更深入地支持国家重大科技任务、关键核心技术攻关和专精特新企业。

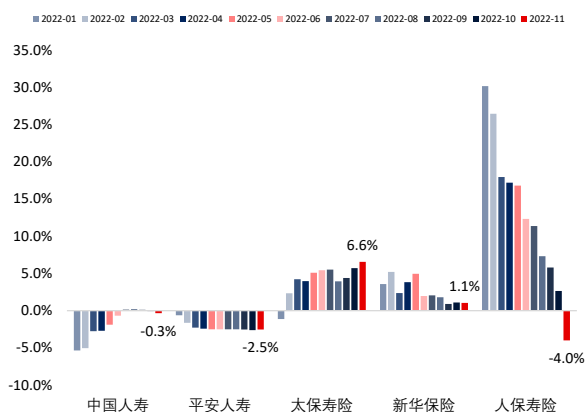
二、寿险：持续转型磨底，质态边际向好

2.1 保费：持续磨底，静待拐点

从负债端保费看，前 11 月寿险累计保费同比：太保寿（+6.6%）>新华（+1.1%）>国寿（-0.3%）>平安（-2.5%）>人保寿（-4.0%）；财险：太保财（+11.6%）>平安财（+10.9%）>人保财（+9.2%）。寿险保费整体仍小幅承压，太保和新华实现同比正增长，平安、人保寿相对承压，各大公司由于临近年关收尾，产品销售结构有所调整，我们预计随着开门红的启动和年关收尾工作的加强，单月保费有望逐渐迎来复苏。

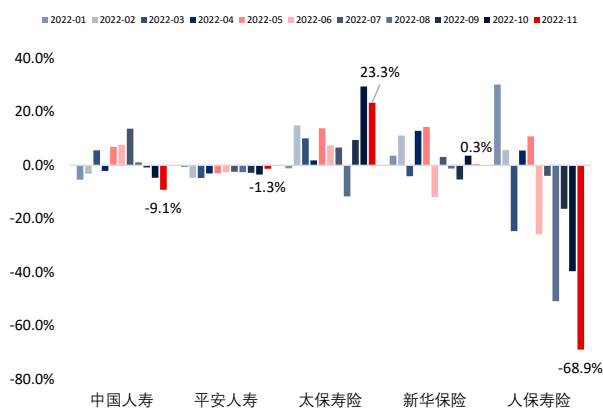
结合 2022 年各大上市险企三季报看，当前各大险企深化渠道改革，人力下滑目前趋缓，高质量人力有望使人均 FYC 及保单继续率逐步提升。随着个人养老金制度试点正式启动、开门红逐渐开启，以及近期“理财产品破净”等因素催化，我们认为当前产品供给端预计将迎来更多增量，寿险月度保费或有望迎来边际改善，2023 寿险 NBV 缺口或有望逐步收窄。

图 11：1-11 月累计寿险保费增速



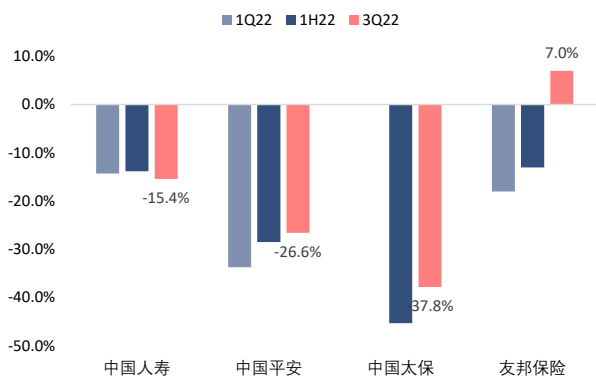
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：11 月寿险保费增速

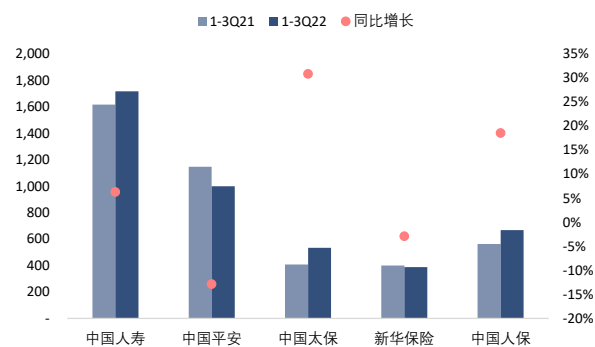


资料来源：Wind，信达证券研发中心

重疾“炒停售”带来的高基数效应逐渐消退，上市险企新单保费整体同比表现持续改善。2022 年前三季度新单保费同比：太保（+30.9%）>人保（+18.6%）>国寿（+6.3%）>新华（-2.9%）>平安（-12.9%）。NBV 同比表现持续改善，前三季度友邦保险、中国人寿、中国平安、中国太保 NBV 同比+7%/-15.4%/-26.6%/-37.8%，同比表现较 22H1 分别+20pct/-1.6pct/+1.9pct/+7.5pct。

图 13: 主要上市险企 NBV 同比整体逐季改善


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

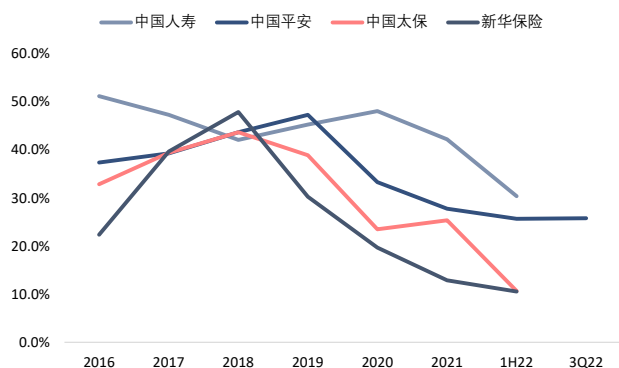
图 14: 上市险企寿险前三季度新单保费(亿元)及同比增速(右轴)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

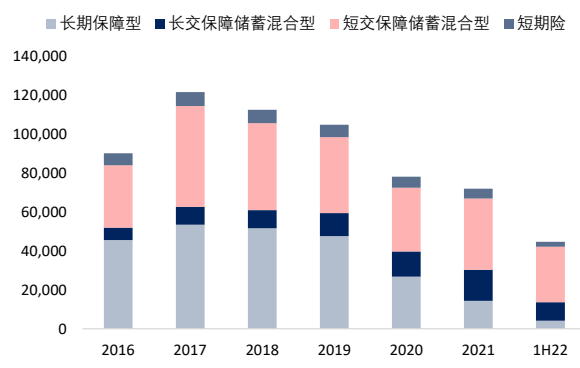
新业务价值持续承压, 但降幅有望逐步收窄

受疫情持续影响, 居民消费意愿减弱, 长期保障型产品消费支出放缓, 叠加多个地区的线下展业活动受限, 同时受到产品结构和精算假设调整的影响, 2022 年以来险企新业务价值持续承压。面对新业务价值持续下行的状态, 各家上市险企继续深入转型改革, 重塑保险价值链。从行业整体情况看, 2022 年下半年以来虽然主要上市险企 NBV 同比仍负增长, 但整体降幅有所收窄。

太保率先实现 2022 年第三季度新业务价值同比增速由负转正。太保寿险经过系列改革经营成效凸显: 1) 代理人产能逐渐提升, 人均产能的增长弥补了代理人数量的减少; 2) 银保渠道 2022 前三季度实现快速增长, 规模和价值均稳步提升, 成为公司新业务价值贡献的重要来源; 3) 从 2022 年 Q2 起, 公司开始发力优增, 核心人力的增加进一步提升了 NBV 表现。

图 15: 主要上市险企新业务价值率 NBVM 情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 近年来平安长期保障型产品逐年走低


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

受疫情因素影响, 保单继续率有所分化。1H22 各险企 13 个月继续率分化, 25 个月继续率普遍同比下滑(国寿统计口径为 14 个月及 26 个月继续率), 主要源于后疫情时代居民消费能力的下滑以及队伍留存下降。平安寿、国寿、太保寿、新华、太平寿及人保寿 13/14 个月继续率同比(1H22): 太保寿(YoY+6.1 ppts) > 平安寿(YoY+4.1 ppts) > 国寿(YoY+3.9 ppts) > 人保寿(YoY+3.8 ppts) > 太平寿(YoY-0.5 ppts) > 新华(YoY-4.5 ppts); 25/26 个月继续率同比太平寿(YoY+1.7 ppts) > 平安寿(YoY-1.4 ppts) > 新华(YoY-3.1 ppts) > 国寿(YoY-5.1 ppts) > 太保寿(YoY-6.2 ppts) > 人保寿(YoY-9.4 ppts)。

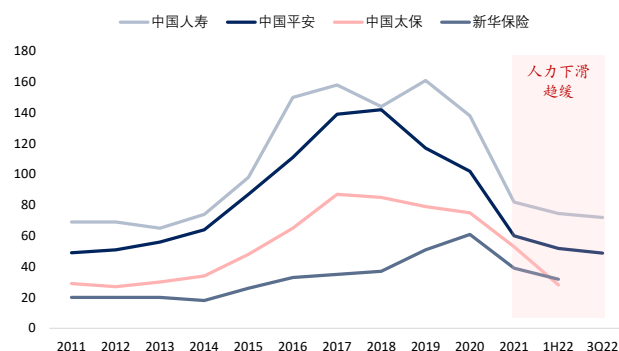
表 1：1H22 险企保单继续率同比变化

	平安寿	太保寿	国寿	新华	太平寿	人保寿
13/14 个月保单继续率(ppts)	4.1	6.1	3.9	-4.5	-0.5	3.8
25/26 个月保单继续率(ppts)	-1.4	-6.2	-5.1	-3.1	1.7	-9.4

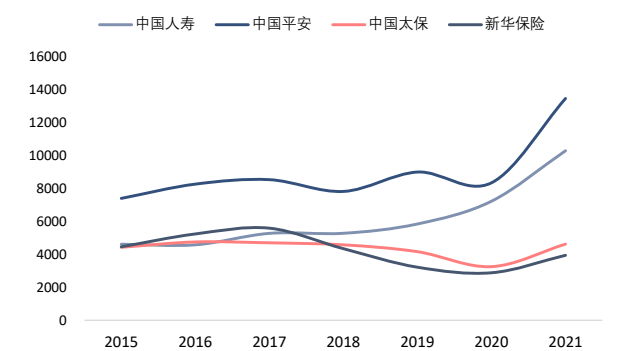
资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：国寿统计口径为 14 个月/26 个月继续率，其余为 13/25 个月继续率

2.2 人力：高质量代理人数量和人均 FYC 逐步提升

1H22 险企清虚力度加大，个险代理人数量持续下滑。1H22 各险企代理人数量普遍下滑，国寿、平安寿、太保寿、人保寿、新华个险渠道代理人数量分别为 81.0、51.4、31.2、12.9、31.8 万人，同比-34%、-45%、-51%、-48%、-28%。随着代理人渠道改革的不断推进，代理人数量下降趋势或有望缓解，下降幅度有望逐步缩窄。队伍质量不断提升，产能持续增长，上市险企通过培训升级、方案支持和销售支持等措施，不断提高队伍产能。

图 17：个险代理人下滑趋缓（单位：万人）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 18：各险企人均月均新单保费（元）


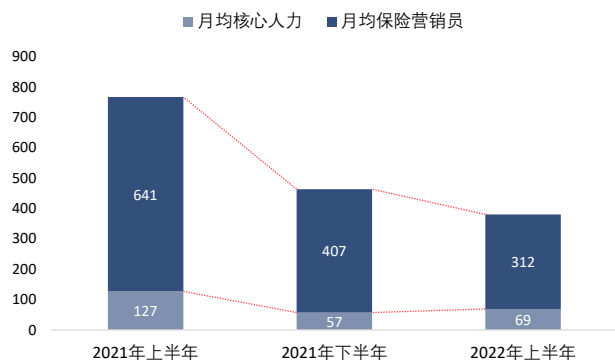
资料来源：Wind，信达证券研发中心

代理人改革清虚效果逐渐提升，磨底中孕育拐点到来

个险队伍质量不断提升，产能持续增长。主要上市险企加大个险队伍清虚力度，队伍规模持续缩减，但整体队伍质量不断提升，严控新人入口，通过培训升级、方案支持和销售支持等措施，不断提高队伍产能。1H22 平安个险代理人月均寿险收入 6373 元（YoY+28.6%），代理人活动率 55.4%（YoY+11.5ppts）；1H22 太保寿险核心人力月人均首年保费收入 32331 元（YoY+23.5%），核心人力月人均首年佣金收入 4630 元（YoY+10.8%）；1H22 新华保险月人均综合产能 3840 元（YoY+23.7%）。

中国平安：平安代理人渠道实施代理人队伍分层精细化经营，推动队伍结构优化。截至 3Q22：1）队伍学历方面：大专及以上学历代理人占比同比+4.0pct；2）新人队伍方面：平安寿险持续升级“优+”政策，通过以优增优，逐步改善队伍结构与质量，优质新人占比逐渐提升，3Q22 新增人力中“优+”占比同比+10.3pct；3）钻石队伍方面：不断稳定钻石队伍规模，优化队伍结构，3Q22 钻石队伍人均首年保费是整体队伍的 4.8 倍。

中国太保：1）持续推进职业营销改革，打造“月计划、周经营、日拜访”的常态化销售、招募工作模式，改革效果显著，2022 年 Q3 当季新保保费、新保期缴保费均实现同比正增长；2）公司强化“芯”基本法推动，推进绩优组织建设，优化招募系统流程，完善训练体系，月均核心人力占比、核心人力月人均首年保险收入、核心人力月人均首年佣金收入同比提升；3）个险寿险客户 13 个月保单继续率 88.0%，同比提升 7.5 个百分点。

图 19：太保寿险月均保险营销员和月均核心人力（千名）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 渠道：个险变革、银保崛起，渠道双轮驱动

个险深化改革，转型效果逐步显现

主要上市险企加大个险队伍清虚力度，队伍规模持续缩减，但整体队伍素质不断提升，头部公司通过培训升级、方案支持和销售支持等措施，不断提高队伍产能。

表 2：各公司深入推进渠道转型举措

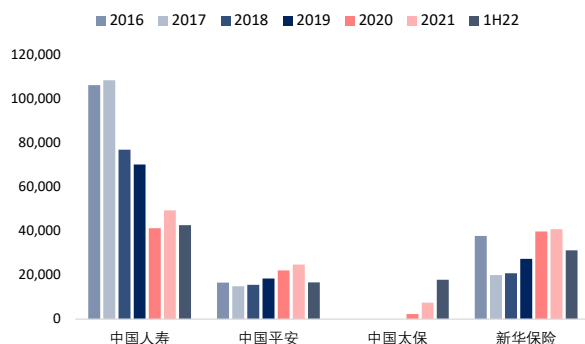
上市险企	渠道改革措施	主要内容	改革效果
中国平安	“优+计划”	旨在建设一支“高素质、高绩效、高品质”的“三高”寿险代理人队伍，打造 12 个月的专属培养体系，通过岗前培训、岗后实战培训、月度集中训练等举措推动代理人向专业化、职业化转型。	2022 年前三季度，队伍结构持续优化，代理人渠道新增人力中“优+”占比同比提升 10.3 个百分点，队伍产能持续提升，代理人人均新业务价值同比提升超 22%；13 个月保单继续率持续改善
中国人寿	“众鑫计划”	“众鑫计划”专项提优提质项目，加快推动队伍向专业化、职业化转型；全面升级销售队伍管理办法，聚焦新人、主管和绩优群体，强化业务品质管理；	当前队伍新人与老人占比合理，公司中高产能代理人绝对数虽然随着整个队伍规模的下降而减少，但占比并没有下降，甚至有些指标略有提升，产能提升成效显著
中国太保	“芯”基本法	公司强化“芯”基本法推动，推进绩优组织建设，优化招募系统流程，完善训练体系，队伍质态进一步优化。持续推进职业营销改革，着力打造“月计划、周经营、日拜访”的常态化销售、常态化招募的工作模式，业务发展趋向更加均衡	3Q22 队伍质态进一步优化，月均核心人力占比、核心人力月人均首年保险业务收入、核心人力月人均首年佣金收入均同比提升；业务品质显著改善，个人寿险客户 13 个月保单继续率 88.0%，同比提升 7.5 个百分点
新华保险	“优计划”	“老城改造”项目——“优计划”，开展首批试点机构推动工作，着力推进全系统“三化”队伍建设，促进核心绩优人力增长。1、选优才 2、优培育 3、优客户配置 4、优活动管理 5、优政策支持 6、优科技赋能	持续开展人力清虚，聚焦绩优人力发展，月均人均综合产能 3,840 元，同比增长 23.7%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

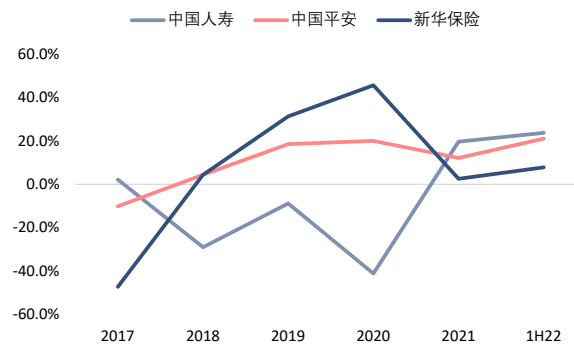
银保渠道发展迅速，新单和价值贡献增量

在个险渠道进入深度改革之际，以一体化协同、价值驱动为特色的“新银保”模式逐渐兴起，各大险企加大银保渠道发展力度，挖掘银保渠道新价值。同时，随着居民财富的逐步提升，银行中积累的大量中高净值客户在保险配置和财富管理方面的需求日益多元化，商业银行亦凭借自身稳定的客户资源和销售优势，使各大保险公司加大对银保渠道的战略投入。近年来，处于深度调整期的寿险行业，银保渠道成为增长主力军，各公司寿险业务虽转型不一，但纷纷开始重新重视银保渠道，发展以银保渠道为代表的多元渠道成为各大险企的共同选择。

1H22 主要上市险企银保渠道保费整体实现较快增长：太保（YoY+ 876.3%）>国寿（YoY+23.7%）>平安（YoY+21%）>新华（YoY+7.8%），1H22 平安寿险银保渠道新单规模保费同比+45%，新业务价值同比+14.9%，按标准保费计算的 NBVM 达 19.1%。

图 20：上市险企银保渠道保费收入情况汇总（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：上市险企银保渠道保费同比增长情况汇总


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中国平安：1）一方面，平安寿险深化与平安银行合作，着力开拓新银保队伍，新优才队伍坚持严选增优，引入高学历精英队伍，截止 3Q22 新优才队伍已招募超过 1000 人，超 9 成拥有本科学历，目前业绩贡献稳步提升；2）另一方面，平安寿也同时加强与外部银行合作，提升队伍专业化程度，在产品端不断完善产品体系，3Q22 推出“御享年年”增额终身寿险新产品，获得渠道和客户广泛认可；3）平安新银保战略实施以来，由于平安银行与平安人寿采取了排他战略合作大大降低了成本损耗，加之产品销售品质好续保率高达 96%、产品结构不限于理财类的产品等特点，平安新银保内涵价值率是市场上的 3-4 倍。

中国太保：积极布局银保渠道，1）布局战略渠道：与浦发、农信、招行、中行、农行等进行战略渠道合作，1H22 战略渠道新保期交保费同比+86.1%；2）银保价值规模实现双提升：1H22 银保价值贡献占比同比+4.4pct，银保新业务价值同比+100.1%；3）产能大幅增长：月人均期缴新保产能同比+49%。

2.4 产品：个人养老金及 2023 “开门红” 有望贡献增量

当前市场环境有望推动储蓄型产品销售，开门红有望为寿险负债端贡献增量。

资管新规理财“净值化”背景下，理财产品收益率波动加大，“破净”频发。2022 年以来大额存单 1 年、5 年期发行数量占比明显下降，尤其是大中型银行发行的 5 年期大额存单较少。从 2022 年 11 月大额存单发行分布期限中，1 个月期发行数量占比 10.54%，3 个月期占比 7.2%，6 个月期占比 8.23%，9 个月期占比 0.26%，2 年期占比 8.23%，3 年期占比 51.16%，而 5 年期则仅占比 4.11%。Wind 数据显示，截至 2022 年 12 月 13 日，全市场破净银行理财产品达 6281 只，占比 18.1%。债市近期出现剧烈震荡，理财产品收益大幅下行，R2 级（中低风险）的产品也出现了部分亏损。随着资管新规正式实施后，银行理财“刚性兑付”被打破，叠加无风险利率长期低位震荡和权益市场剧烈波动，具有“长期锁息”锁定长期收益水平的储蓄型产品逐渐收到市场青睐。

2023 年开门红主打产品仍以增额终身寿和“年金+万能账户”产品组合为主。从各大公司 2023 年开门红推出的主打产品看，主要仍以“长期锁息”的增额终身寿险和“年金+万能”产品为主，整体来看，各家公司开门红形态对比 2022 年差别较小。一方面，监管引导险企稳健开展开门红活动，2021 年银保监会发布《关于加强规范管理促进人身险保险公司年度业务平稳发展的通知》，要求险企合理设计保险产品，调整优化发展计划，平衡业务发展节奏。

表 3：主要上市险企 2023 年开门红产品形态（不完全统计）

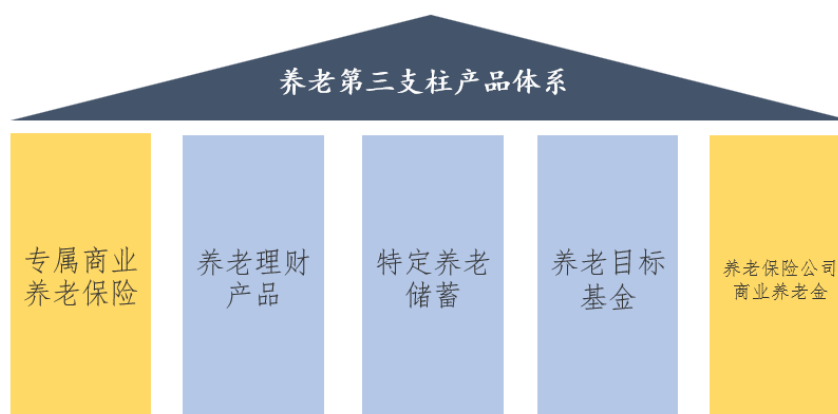
保险公司	产品类型	2022 年开门红形态	2023 年开门红形态
中国人寿	两全	鑫裕金生：3 年交，8 年满期，可附加万能	鑫享未来：3 年交，8 年满期，可附加万能
	年金	鑫裕臻享：3 年交，10 年满期，可附加万能	鑫瑞稳赢：3 年交，10 年满期，可附加万能险
	养老年金	鑫裕年年：3 年交，10 年满期，投保年龄为 60-75 岁	鑫瑞年年：3 年交，可保至 69/85 周岁，投保年龄最低放宽至女性 50/男性 55 岁
中国平安	年金	御享财富：3 年交，8 年满期，可附加万能	御享财富（2023）：3 年交，8 年满期，可附加万能
	养老年金	御享财富养老：3 年交，10 年满期，可附加万能，投保年龄：男 57-75 岁，女 52-75 岁	御享财富（2023）养老年金：3 年交，10 年满期，可附加挖能，投保年龄拓展至：男 57-80，女 52-80
	增额终身寿	/	盛世金越（尊享版）：趸/3/5/10/15/20 年交，保障至终身，可附加万能
中国太保	增额终身寿	长相伴（臻享版）：9/14/19 年交，保障终身	长相伴（盛世版）：趸/3/5/10/20 年交，保障终身，创新“双被保险人”，扩宽最高投保年龄至 72 岁
新华保险	增额终身寿	/	鑫荣耀：趸/3/5/10/15/20 年交，保障终身，含特定公共交通工具意外伤害/全残保障
	年金	惠金享：0-70 岁投保，趸/3/5 年交，保 8/10/15 年期，含生存金、关爱金、满期金和身故金，可附加万能	惠金享：趸/3/5 年交，保 8/10/15 年期，含生存金、关爱金、满期金和身故金，可附加万能
友邦保险	年金	/	充裕人生 A/B 款年金保险：0-60 岁，缴费年限：A 款 3 年，B 款 6 年/10 年，保 20/25 年，可搭配万能，配合如意愈从容、康养管家服务等。

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

个人养老金制度正式实施，险企参与细则落地

2022 年 11 月 22 日，银保监会发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》（以下简称《通知》），推进多层次、多支柱养老保险体系，促进保险公司开展个人养老金业务。2022 年 12 月 1 日，中国银保监会发布《中国银保监会办公厅关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》，决定自 2023 年 1 月 1 日起开展养老保险公司商业养老金业务试点，试点期限暂定一年。我们认为相关政策的密集出台有利于险企针对性地开发更多个人养老金保险产品，将更丰富的产品纳入到个人养老金账户中，在与个人养老金业务的主要参与者银行、理财、公募基金等竞争中获得优势。

图 22: 养老第三支柱产品体系 (不完全统计)



资料来源: 信达证券研发中心

我们认为保险公司依托自身在精算定价、经验数据积累、年金受托运营等方面的优势,帮助个人和家庭打造全生命周期养老财务规划和保障,未来有望进一步衔接养老财富积累和支付,发挥保险产品 in 终身化年金领取方面的优势,不断化解长寿风险,更好地匹配个人养老目标。2022 年 11 月 22 日,银保监会发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》,明确个人养老金保险产品相关要求,并将两全和年金险产品纳入范畴,险企未来有望将更丰富的产品纳入到个人养老金账户中,在与个人养老金业务的主要参与者银行、理财、公募基金等竞争中获得优势。

表 4: 个人养老金保险产品形态 (截至 2022 年 12 月 27 日)

公司	产品名称	保障责任	领取条件
中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	养老年金、身故保险金、失能护理保险金	保证返还账户价值终身月领(或年领)、固定期限十年(或十五年、二十年)月领(或年领)
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	养老年金、身故保险金、重度失能保险金	养老年金领取方式为按年(或月)分期领取,养老年金领取类型为保证返还账户价值终身领取、固定期限 10 (或 15、20、25) 年领取。
太平人寿	太平岁岁金生专属商业养老保险	养老年金、身故保险金、全残保险金	终身领取、10 年、20 年领取
太平养老	太平盛世福享金生专属商业养老保险	养老年金、身故保险金、失能护理/疾病全残保险金	保证返还账户价值终身领取,固定期限 10 年(或 15 年、20 年、25 年)领取
泰康人寿	泰康臻享百岁专属商业养老保险	养老年金、身故保险金	保证给付账户价值终身月领(或年领)、保证给付账户价值固定期限 10 年(或 15 年、或 20 年、或 30 年)月领(或年领)
泰康养老	泰康臻享百岁 B 款专属商业养老保险	养老年金、身故保险金	保证给付账户价值终身月领(或年领)、保证给付账户价值固定期限 10 年(或 15 年、或 20 年、或 30 年)月领(或年领)
国民养老	国民共同富裕专属商业养老保险	养老年金、身故保险金	终身领取(月领/年领)、固定期限 10 年/20 年领取(月领/年领)
新华人寿	新华人寿保险股份有限公司卓越优选专属商业养老保险	养老年金、身故保险金	保证返还账户价值终身领取(月领/年领)、保证 20 年终身领取(月领/年领)、固定期限(10、15 或 20 年)领取(月领/年领)

资料来源: 中国银保信官网, 各公司官网, 信达证券研发中心

表 5：个人养老金保险产品结算利率和初始费用

公司	产品名称	保障利率（稳健型/进取型）	收取初始费用
中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	2%/0	每笔不超过 5%
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	3%/0.5%	每笔不超过 3%
太平人寿	太平岁岁金生专属商业养老保险	2%/0	每笔不超过 2%
太平养老	太平盛世福享金生专属商业养老保险	3%/0.55%	每笔不超过 5%
泰康人寿	泰康臻享百岁专属商业养老保险	2.85%/0.5%	每笔不超过 3%
泰康养老	泰康臻享百岁 B 款专属商业养老保险	2.85%/0.5%	每笔不超过 5%
国民养老	国民共同富裕专属商业养老保险	3%/0	每笔不超过 3%
新华人寿	新华人寿保险股份有限公司卓越优选专属商业养老保险	2.5%/1%	每笔不超过 3%

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

2.5 服务：康养服务支撑产品核心竞争力

人口老龄化程度加深，各大险企纷纷加快康养布局。国家统计局数据显示，2021 年我国 65 岁及以上人口有 2 亿，占全国人口总数的 14.2%，老龄化社会将不断催生养老需求和健康保障需求。《中国城市养老服务需求报告 2022》的数据显示，中国城市居民养老方式的选择随着身体状况变化呈现三段式的特点：1）在活力阶段：53.6% 的居民选择居家养老，并伴有明显的旅居意愿；2）半失能阶段，居家养老仍是主流，同时社区养老和机构养老的比例有所提高，分别占比 36.3%和 21.1%；3）失能失智阶段，机构养老成为主流选择。险企通过布局康养，有望进一步延伸保险产品差异化服务，通过服务提升保险产品持有体验，为客户提供全生命周期的保障服务。

康养社区不断“落子”，延伸产品差异化服务。截止 2022 年 12 月，市场上已有超过 13 家保险机构投资了近 60 个康养社区项目，布局全国 20 多个省市。各大险企通过发挥保险资金长周期优势，不断布局机构养老、社区养老等多层次养老体系建设。同时，通过“保险+养老”的融合不断满足消费者对于高品质养老服务日益增长的需求，如平安以“保险+高端养老”的形式提供“尊贵生活、尊享服务、尊严照护”的服务，首个颐年城社区蛇口项目于 2022 年 7 月 25 日顺利举办奠基仪式，全面启动施工。

图 23：太保家园全国布局分布情况


资料来源：太保家园官网，信达证券研发中心

表 6：中国人寿养老社区布局情况

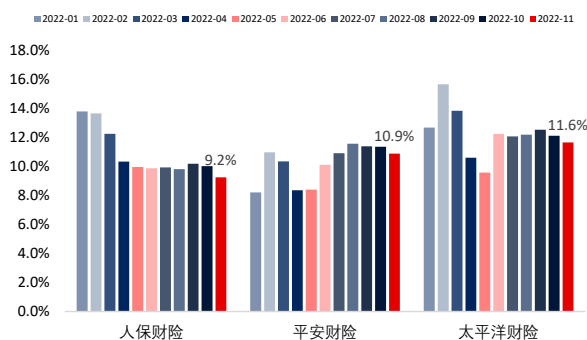
社区项目	地点	社区类型	简介
国寿嘉园·天津乐境	天津市空港经济区	机构养老	国寿旗下首个医养结合型养老社区，长护险定点机构。配备自有医院、医务室和健管中心，占地面积 7.4 万平方米，总建筑面积约 13.3 万平方米，可同时容纳 1000 余名长者生活，社区内合作成立中西医结合特色医院——北门乐境医院、自建社区医务室和超 5000 m ² 的健管养护中心
国寿嘉园·雅境	江苏省苏州市	机构养老	一期占地约 242 亩，总建筑面积约 14 万平米。一期规划有健康文化、养老康复、活力养生、颐养天年四大功能组团，构建复合型健康养老养生社区。一期东地块 536 套养老养生公寓，198 间康养公寓，配套 65 间精品酒店客房。社区配备机动车位 705 个，可为 1500 位全龄段长者提供高品质养老服务。
国寿嘉园·逸境	海南省三亚市	机构养老	社区占地面积 178.5 亩，建筑面积约 11 万平米，容积率 0.6，绿地率 46%，社区引进美国顶级康复医疗资源、日本抗衰老医养体系，将打造集康复治疗、健康管理、休闲度假、乐养生活于一体的五星居家型康养度假基地
国寿·康欣社区颐康之家	广东省深圳市福田区莲花街道	社区养老	国寿与深圳市福田区政府联合打造的普惠型高品质嵌入社区养老设施，紧邻广州中医药大学深圳医院和北京大学深圳医院，可为失能卧床、认知障碍、高龄独居、术后康复以及对慢病护理有需求的长者提供全日托养、日间照料、康复护理等专业照料护理服务
国寿·福保社区颐康之家	广东省深圳市福田区福保街道	社区养老	建筑面积共 1720 平方米，设有 26 张全托床位和 3 张日照床位，项目由中国人寿联合深圳市福田区人民政府共同打造，是一家集生活照护、休闲娱乐、康复护理、健康餐饮为一体的嵌入式半开放社区养老设施
国寿·悠享家健康护理中心	广东省深圳市罗湖区东晓街道	社区养老	可项目集全日托养、日间照料、医养结合、居家养老、长者食堂五位一体，为自理、失能、认知障碍、术后康复的长者提供长期、短期托养、生活照料、营养配餐、康复护理、精神慰藉、休闲娱乐、亲情服务等专业照料护理服务
国寿·盐田区悦享中心	广东省深圳市盐田区沙头角街道	社区养老	集休闲娱乐、生活照护、康复护理、健康餐饮四位一体的综合服务中心；也是盐田区首个社区养老综合服务中心。

资料来源：国寿嘉园官网，信达证券研发中心

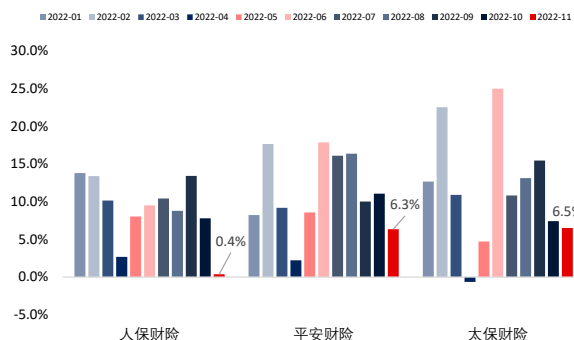
三、产险：整体维持高景气，业务质态不断提升

3.1 财险保费整体保持稳健，非车险表现助力财险保费增长

2022 年 11 月主要上市险企财险保费和 1-11 月累计保费均保持稳健增长。1-11 月累计保费增速：太保财（YoY+11.6%）>平安财（YoY +10.9%）>人保财（YoY +9.2%）；11 月单月保费增速：太保财（YoY +6.5%）>平安财（YoY +6.3%）>人保财（YoY +0.4%）。财险整体向好，结合前 11 月数据，我们认为主要上市险企财险保费全年或有望达两位数增长。

图 24：1-11 月累计财险保费增速


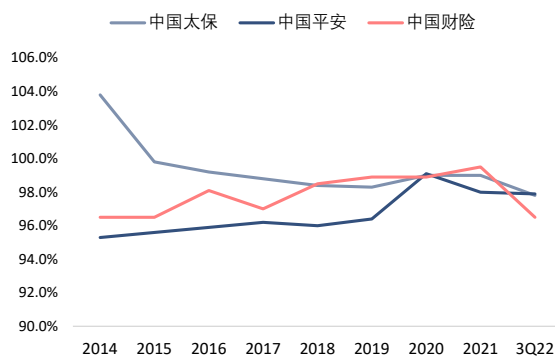
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：11 月单月财险保费增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

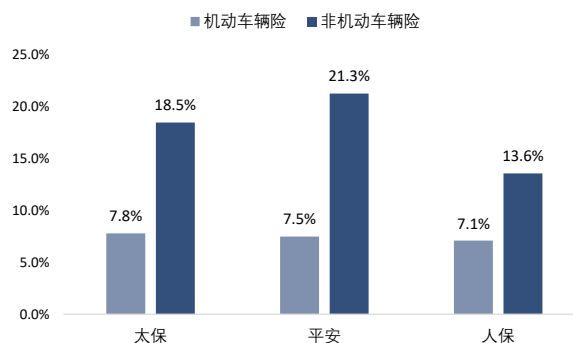
头部财产险企强者恒强，龙头优势不断凸显。头部险企近年来不断聚焦“提质、降本、增效”，通过不断升级精算定价模型、精细化管理、强化承保风险选择，提高承保质量，持续提升理赔精细化管理水平，提高资源使用效率，进而推动综合成本率稳步下降，实现承保业绩显著提升。

图 26：头部财产险企综合成本率 COR（截至 3Q22）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27：3Q22 车险&非车险保费均保持快速增长



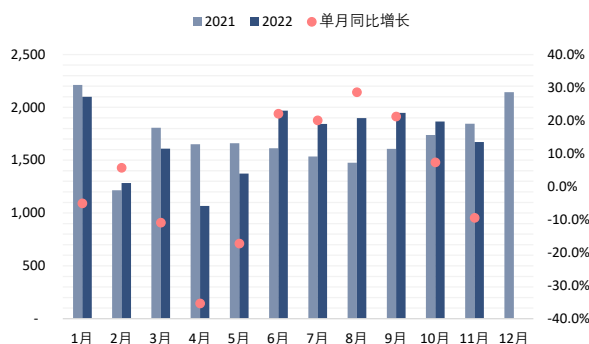
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 车险：决胜渠道管控和服务水平，集中度有望不断提升

2022 年前三季度人保财、太保财、平安财综合成本率分别为 96.5%、97.8%、97.9%，同比分别-2.4pct、-1.9pct、+0.6pct：1）去年自然灾害频发，导致 COR 基数较高，今年同期同比减弱；2）疫情散发影响下 3Q22 出险率较低；3）头部公司通过更强的风险精准定价能力和精细化运营，助力承保利润同比高增。

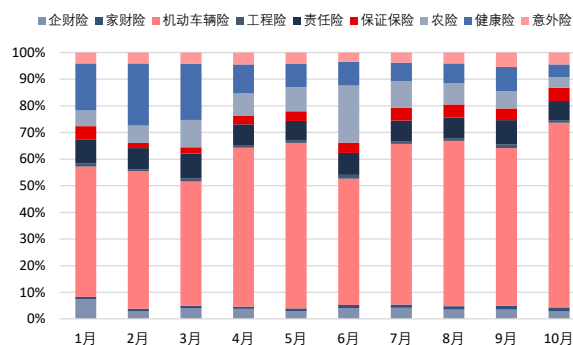
头部险企积极应对疫情反复和新车销量产销下滑影响，充分深挖市场潜力，不断提升服务质量和细分议价能力。同时加强渠道建设，通过更强的综合实力增加客户黏性。1H22 中国人保车险续保率同比+1.7pct，汽车承保数量同比+4.7%，机动车辆险保费收入同比+6.7%。

图 28：2021-2022 广义乘用车零售情况（千辆）



资料来源：乘联会，信达证券研发中心

图 29：2022 年 1-10 月财险单月车/非车险保费结构（亿元）



资料来源：银保监会，信达证券研发中心

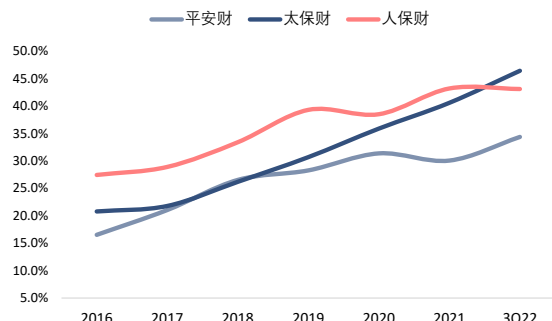
随着车险综合改革逐步深化及相关细分险种监管规定的出台，我们认为车险方面产品形态、结构和费率等方面差异化不断缩小，未来车险竞争需要进一步在服务端和成本管控端发力，完成“以价格吸引客户”到“以服务锁定客户”的模式转型。在此背景下，头部财险公司有望凭借专业化、精细化、集约化水平巩固自身优势，车与非车险业务结构有望更加均衡，行业经营效益有望得到进一步改善。

3.3 非车险：保费快速增长，产险保费结构更为均衡

依托于意健险、农险和信用保证保险等产品拉动，非车险保费实现较快增长，整体增速高于车险保费增速。3Q22

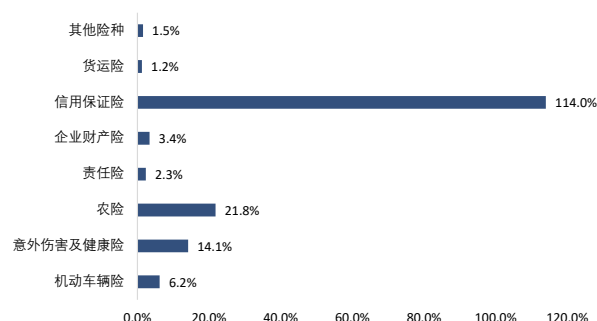
非车险同比增速：太保财（+17.6%）>平安财（+15.8%）>人保财（+12.8%），其中太保财主要依靠健康险（YoY+28.2%）、农业险（YoY+38.1%）和责任险（YoY+23.2%）拉动非车保费快速增长；平安财险主要依靠责任保险（YoY+11.5%）和保证保险（YoY+8.2%）拉动；人保财主要依靠信用保证保险（YoY+129.9%）、农险（YoY+24.2%）和意健险（YoY+14.7%）拉动。

图 30：头部险企非车险保费占比逐年提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 31：人保 2022 年 1-11 月各细分险种累计保费增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.4 产险展望：新发展理念推动财险业经营逻辑进化

新发展理念：财险助力经济韧性及创新动能

银保监会相继发布《推动财产保险业高质量发展三年行动方案（2020-2022）》、《中国银保监会办公厅关于推动财产保险专业化、精细化、集约化发展的指导意见》等财险业监管文件，我们认为财险未来发展需要更好地依托自身核心能力，满足人民、企业和实体经济等主体的保险需求，以专业化供给引导高质量需求，通过精细化、集约化运营管理，优化要素配置，降本增效、防范风险，更好地担当好“经济的助推器”和“社会的稳定器”角色。

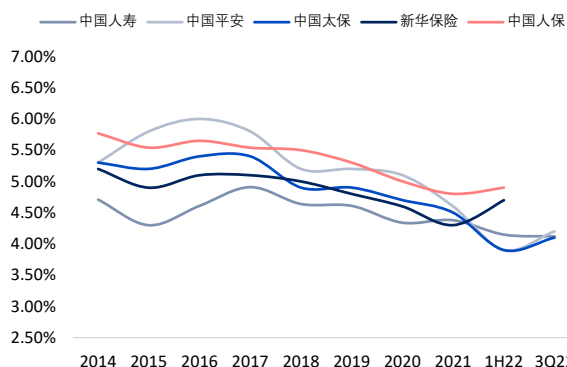
新经营逻辑：从“承保+理赔”向“承保+减损+赋能+理赔”进化

我们认为财险业未来有望更深度参与社会治理，尤其是在服务社会治理、创新治理机制、提升治理效率等方面承担保险责任。我们认为财险未来将不断在参与中构建新的经营逻辑，从传统的“承保+理赔”的经营逻辑向“承保+减损+赋能+理赔”的新经营逻辑不断进化，既能不断履行社会责任，也能进一步为财险供给端打开空间，推动财险业务高质量发展。

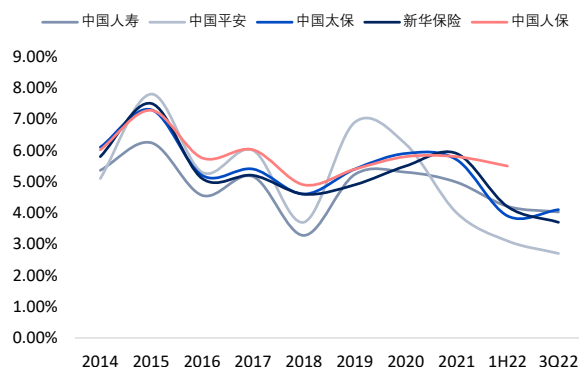
四、资产端：地产向好背景下投资端弹性凸显

4.1 长端利率低位震荡叠加权益市场大幅波动，投资收益率整体承压

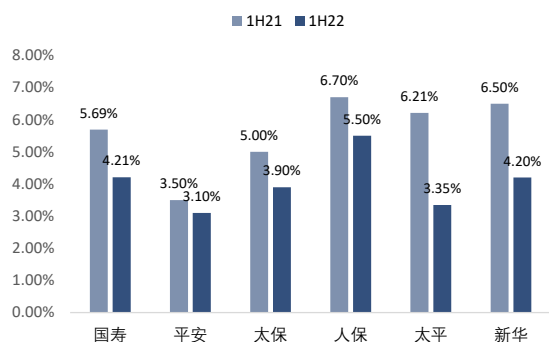
截止 3Q22，10 年期国债收益率整体低位震荡，同时受国际地缘冲突、国内疫情反复等影响，国内权益市场剧烈震荡，上市险企年化总投资收益率整体大幅承压。截至 3Q22，头部险企年化总投资收益率均同比承压：中国太保（4.1%，同比-1.2pt）>中国人寿（4.0%，同比-1.2pt）>新华保险（3.7%，同比-2.7pt）>中国平安（2.7%，同比-1.0pt）。

图 32: 上市险企历年净投资收益率


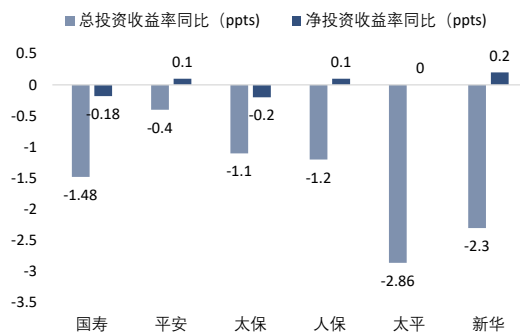
注: 新华和人人保未公布 3Q22 净投资收益率情况
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 上市险企历年总投资收益率


注: 中国人保未公布 3Q22 总投资收益率情况
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 34: 总投资收益率同比表现


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 35: 上市险企投资收益率变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从各个上市公司的投资敏感性来看, 中国人寿和新华保险的投资回报弹性相对较高, 1H22 中国人寿投资回报率提高/降低 50 个基点对内含价值的影响为+8.72%和-8.69%, 1H22 新华保险投资回报率提高/降低 50 个基点对内含价值的影响为+8.36%和-8.40%。中国平安 1H22 投资收益率和风险贴现率同时提高/降低 50 个基点对于内含价值的影响分别为+4.28%和-4.68%。

图 36：中国平安短期投资波动影响

截至9月30日止九个月期间 (人民币百万元)	2022年						集团合并
	寿险及 健康险业务	财产 保险业务	银行业务	资产 管理业务	科技业务	其他业务 及合并抵销	
归属于母公司股东的 净利润	40,205	10,405	21,247	5,582	3,683	(4,659)	76,463
少数股东损益	794	48	15,412	1,236	710	452	18,652
净利润(A)	40,999	10,453	36,659	6,818	4,393	(4,207)	95,115
剔除项目：							
短期投资波动(B)	(34,161)	-	-	-	-	-	(34,161)
折现率变动影响(C)	(11,325)	-	-	-	-	-	(11,325)
管理层认为不属于日常营 运收支而剔除的一次性 重大项目及其他(D)	-	-	-	-	(1,973)	-	(1,973)
营运利润 (E=A-B-C-D)	86,486	10,453	36,659	6,818	6,366	(4,207)	142,575
归属于母公司股东的 营运利润	85,056	10,405	21,247	5,582	5,656	(4,659)	123,288
少数股东营运利润	1,429	48	15,412	1,236	710	452	19,287

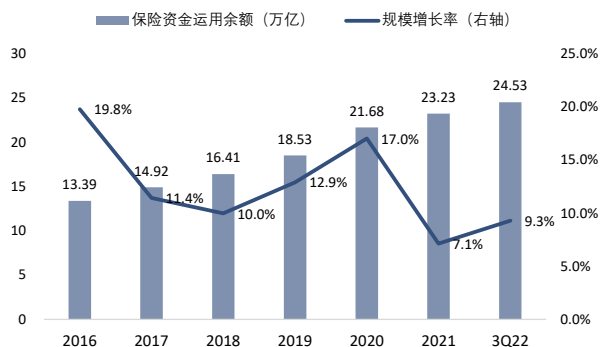
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 7：主要上市险企 1H22 投资收益率敏感性

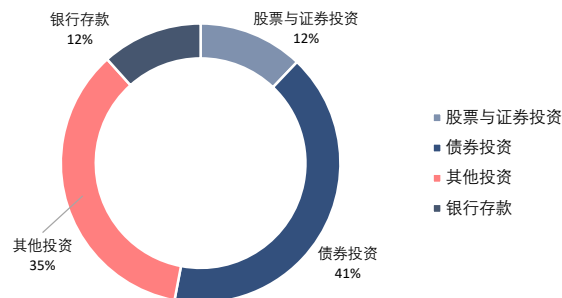
公司	情景	对内含价值影响
中国人寿	投资回报率提高 50 个基点-内含价值影响	8.72%
	投资回报率降低 50 个基点-内含价值影响	-8.69%
中国平安	投资收益率和风险贴现率+50bp-内含价值影响	4.28%
	投资收益率和风险贴现率-50bp-内含价值影响	-4.68%
中国太保	投资收益率假设 +50 个基点-内含价值影响	7.16%
	投资收益率假设 -50 个基点-内含价值影响	-7.24%
新华保险	投资回报率+50 个基点-内含价值影响	8.36%
	投资回报率-50 个基点-内含价值影响	-8.40%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

保险资金运用余额稳步增长，投资范围逐渐拓宽。截止 2022 年 3 季度末，保险资金运用余额达 24.5 亿元，同比增长 9.3%。随着资管新规的逐步实施，以及《保险资产管理产品管理暂行办法》、《保险资产管理公司管理规定》和《保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》等保险资管文件的发布，保险资金运用保持稳步增长态势，同时 2022 年 5 月银保监会发布了《关于保险资金投资有关金融产品的通知》，将理财公司理财产品、单一资管计划、债转股投资计划等纳入可投资产品范围，保险资金运用范围进一步拓宽，从而有助于保险公司进一步优化资产配置。

图 37：截止 3Q22 保险资金运用余额


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 38：截止 3Q22 保险资管资金运用情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 房地产利好政策频发，企稳预期利好投资端表现

房地产“三支箭”等密集利好政策利好保险板块估值修复。2022 年 11 月 28 日，证监会以新闻发言人答记者问的方式表示，决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，通过并购重组及配套融资、再融资、境外上市政策、REITs、私募股权等方式支持房地产市场平稳健康发展。近期保障地产平稳发展政策密集出炉，体现监管积极发挥资本市场功能，用市场化方式支持房地产平稳发展的决心，一系列支持措施有望带动地产化解风险和转型发展，房地产行业风险逐步释放，有望推动地产及金融板块估值企稳，缓解市场对保险公司资产质量的担忧，保险板块亦有望迎来估值修复。

表 8：近期房地产支持政策梳理

日期	文件/事件	主体	政策内容
2022.09.29	《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》	央行、银保监会	符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限
2022.09.30	《关于支持居民购换住房个人所得税政策的公告》	财政部、税务总局	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠
2022.11.14	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	银保监会、住建部、央行	管账户内资金达到住房和城乡建设部门规定的监管额度后，房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金。商业银行可按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。
2022.11.21	央行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会	央行、银保监会	会议强调，要全面落实房地产长效机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求，用好“第二支箭”支持民营房企发债融资。
2022.11.28	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	证监会	证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施支持房地产：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源：央行，财政部，税务总局，银保监会，住建部，证监会，信达证券研发中心

4.3 当前时点房地产投资敞口如何？

地产企稳利于险企地产投资敞口表现，投资端有望贡献估值弹性。从险企房地产投资敞口看，截至 1H22：主要上市险企房地产投资占比总投资组合比例约在 2%-5.5% 区间，其中平安、太保地产投资敞口占比超过 5%，分别

为 5.2%和 5.1%。我们认为在监管积极发挥市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划的背景下，各类地产投资项目有望贡献弹性：1）优质房企长期股权投资或有助于险企进行资产负债匹配，降低久期错配风险，并有望带动长期股权投资收益率稳健上行；2）有望减轻非标资产端“优质资产荒”影响，提升相关优质非标和另类资产供给；3）有望加大优质投资性房地产资产供给，满足偿二代下更加严格的认定标准，提升险企多元化投资能力。

表 9：险企房地产投资敞口情况汇总(截止 1H22)

公司	项目	余额（百万元）	占比总投资组合	合计占比
中国平安	物权（投资性房地产）	115,857	2.7%	5.2%
	长期股权投资	52,376	1.2%	
	非标（债权）	54,600	1.3%	
中国太保	投资性房地产	11,624	0.6%	5.1%
	非标	77,255	4.0%	
	长期股权投资	9,706	0.5%	
中国人寿	投资性房地产	13,144	0.3%	2.3%
	非标	64,710	1.3%	
	长期股权投资	29,866	0.6%	
	其他投资	4,978	0.1%	
新华保险	投资性房地产	9,301	0.8%	4.7%
	非标	40,410	3.4%	
	长期股权投资	5,943	0.5%	
中国人保	投资性房地产	14,377	1.2%	2.5%
	非标	9,846	0.8%	
	长期股权投资	6,154	0.5%	

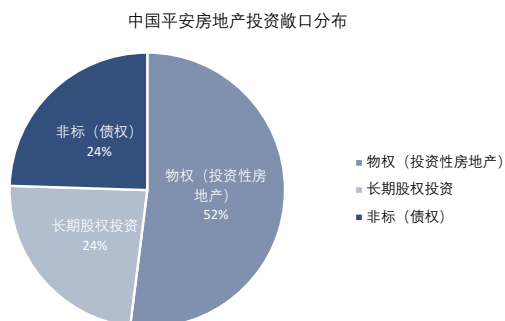
资料来源：Wind，信达证券研发中心

中国平安：减值影响已逐步消除

截至 2022 年 6 月 30 日，中国平安保险资金投资组合中不动产投资余额为 2,228.33 亿元，在总投资资产中占比 5.2%，其中物权 1,158.57 亿元，股权 523.76 亿元，债权 546.00 亿元。所持有的物权投资主要是有持续稳定回报的商办收租型物业，符合保险资金长久期的资产配置原则，以匹配负债。本公司所持有的股权投资中，约 60% 以项目公司股权形式投向收租型物权资产。

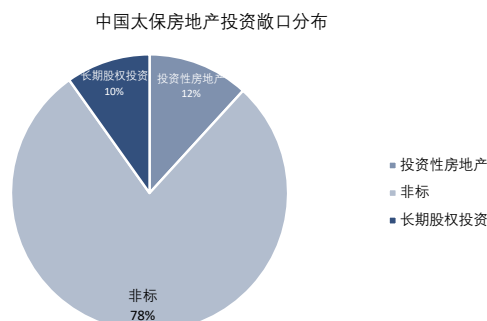
中国平安所持有的债权投资主要包括公司债券、不动产债权计划等。股权投资和债权投资以获取分红收入、利息收入并赚取买卖差价为目的。未来，公司将审慎研判内外部风险形势，审慎开展不动产投资业务，提高资产质量，严控投资风险。

图 39：中国平安房地产投资敞口分布（截至 1H22）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 40：中国太保房地产投资敞口分布（截至 1H22）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

中国太保：主要分布在权益类资产，整体风险可控

截止 1H22，太保在房地产方面的风险敞口大概占到 5%左右，占到全部资产的 5%左右，整体比例较低。主要分布在权益类资产（包括股票和 REITs），固收类主要是债券债权计划和一些金融产品，另类投资则包括不动产基

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

金和投资性的房地产。公司已做详细梳理，持仓以高等级优质的央企和经济发达地区的国企的债券和债权计划为主，整体信用等级较高，风险可控。

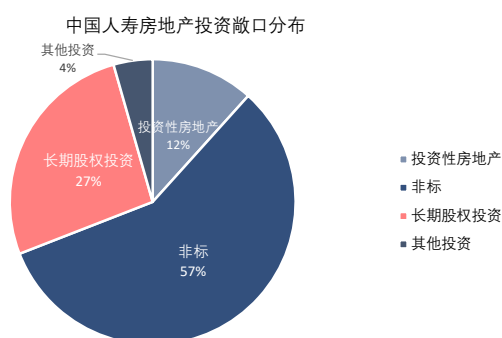
不动产投资方面，截至 2021 年末，公司的投资性房地产和不动产基金合计在总投资资产的占比不到 1%。加上以不动产为基础资产的权益、固收产品，整体占比也很低。公司根据近段时间来发生的地产行业风险事件，对自身投资资产进行检视，对涉险房企无固收类投资，权益类投资极为有限。

中国太保的不动产领域投资未来将聚焦服务国家战略、重点区域基础设施建设类项目，坚持多策略、多元化的投资布局，强化核心类资产底仓的作用，把握趋势类资产配置机会，获取增值溢价。

中国人寿：以合规为底线，全口径风险管理能力持续增强

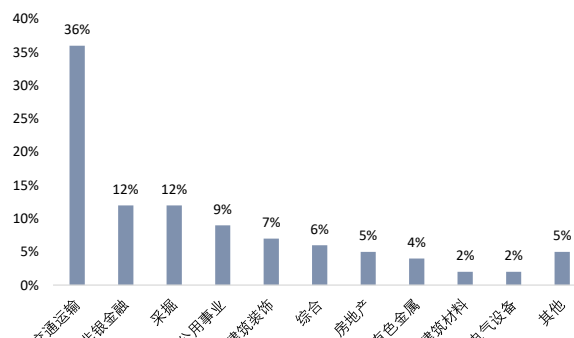
公司深化重点行业研究及信用风险展望，完善多维度限额管理体系及重大投资风险事件处置机制。持续开展股权投资、不动产投资和信用风险管理投资管理能力建设，夯实合规基础；2）市场风险：拉长资产久期，资产负债缺口较年初减少 0.58 年，审慎控制市场风险敞口，降低波动；3）信用风险：凭借严谨的内部评级体系和多维度的风险限额管理机制，投前审慎把控，投后持续跟踪，有效管控信用风险。截至 2021 年底，公司债券评级 AAA 级占比超过 97%，非标资产外部评级 AAA 级占比超过 99%；在信用风险加速暴露的市场环境下，2021 年公司未发生信用违约事件。

图 41：中国人寿房地产投资敞口分布（截至 1H22）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 42：中国人寿 2021 非标资产投资行业分布



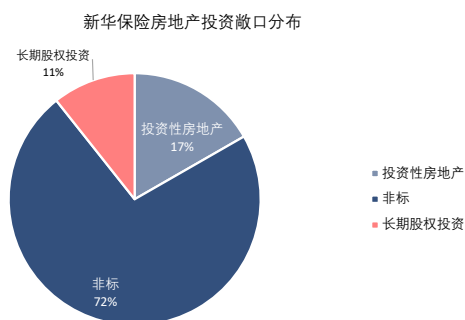
资料来源：Wind，信达证券研发中心

中国人保：地产持仓较少，不涉及信用违约品种

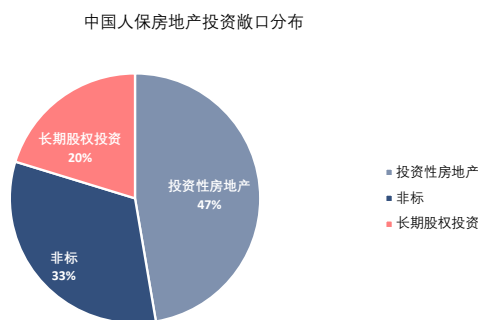
截至 1H22，中国人保保险资金的主要持仓为商业不动产、稳健经营的国有龙头房企的股票和债券，没有涉及信用违约的品种，中国人保整体房地产投资敞口占比总投资资产比例较小（2.5%），其中投资性房地产、非标和长期股权投资分别占比 47%、33%和 20%，房地产投资组合整体较为均衡，房地产投资风险整体可控。

图 43：新华保险房地产投资敞口分布（1H22）

图 44：中国人保房地产投资敞口分布（1H22）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

新华保险: 直接投资房地产持仓敞口较小

截至 1H22, 新华保险在房地产投资整体持仓约占公司总投资组合的 4.7%。细分来看, 其中主要以优质非标资产配置为主 (占比约 72%), 其次是投资性房地产和长期股权投资, 分别占比 17%和 11%。

新华保险一直非常重视在资产配置中的流动性以及阶段性趋势问题, 公司增配的或当期新配的资产多数都在国债、地方债、定期存款等品类上, 近年来公司都在适当地控制和减少相关的风险资产存量。

3.4 地产回暖有助于核心指标提振: 以“华夏幸福减值”为例

2021 年中国平安对华夏幸福相关投资资产进行减值计提、估值调整及权益法损益调整金额合计为 432 亿元, 其中股权类 159 亿元, 债权类 273 亿元; 对税后归母净利润影响金额为 243 亿元 (占比 23.9%), 对税后归母净利润影响金额为 73 亿元 (占比 4.9%)。

对归母净利润及净营运利润影响: 主要影响短期投资波动, 这其中主要是华夏幸福减值影响, 剔除影响后, 公司 2021 归母净利润约 1259.16 亿元, 提升约 23.9%;

对内含价值影响: 主要影响投资回报差异, 保守来看, 若剔除华夏幸福减值影响, 则公司 2021 年期末内含价值约为 14204 亿元, 每股内含价值约 77.7 元, 提升约 1.8%。

图 45: 华夏幸福减值对平安归母净利润及净营运利润的影响

(人民币百万元)		集团合并	备注
归属于母公司股东的净利润	1	101,618	剔除华夏幸福影响后约为 125,916 百万元, 提升约 23.9%
少数股东损益	2	20,184	
净利润(A)	3	121,802	
短期投资波动	4	-23,491	
折现率变动影响	5	-13,281	
管理层认为不属于日常营运收支而剔除的一次性重大项目及其他	6	-9,905	
营运利润	7=3-4-6-6	168,479	
归属于母公司股东的营运利润		147,961	剔除华夏幸福影响后约为 155,261 百万元, 提升约 5%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 46: 华夏幸福减值对平安内含价值的影响

(人民币百万元)		2021年	备注
寿险及健康险业务期初的内含价值	1	824,574	
期初内含价值的预计回报	2	70,364	
新业务价值创造	3	43,760	
营运假设及模型变动	4	-5,876	
营运经验差异及其他	5	-16,730	
寿险及健康险业务内含价值营运利润	6=2+...+5	91,518	
经济假设变动	7	0	
市场价值调整影响	8	7,339	
投资回报差异	9	-24,889	投资收益低于假设
不属于日常营运收支的一次性项目及其他	10	0	
寿险及健康险业务内含价值利润	11=6+...+10	73,968	
股东股息	12	-20,450	
员工持股计划	13	-1,601	
寿险及健康险业务期末的内含价值	14=1+11+12+13	876,491	
其他业务期末的调整净资产	15	519,018	
期末内含价值	16=14+15	1,395,509	剔除华夏幸福影响后约为 14204 亿元
期末每股内含价值 (人民币元)		76.34	剔除华夏幸福影响后约为 77.7 元每股内含价值

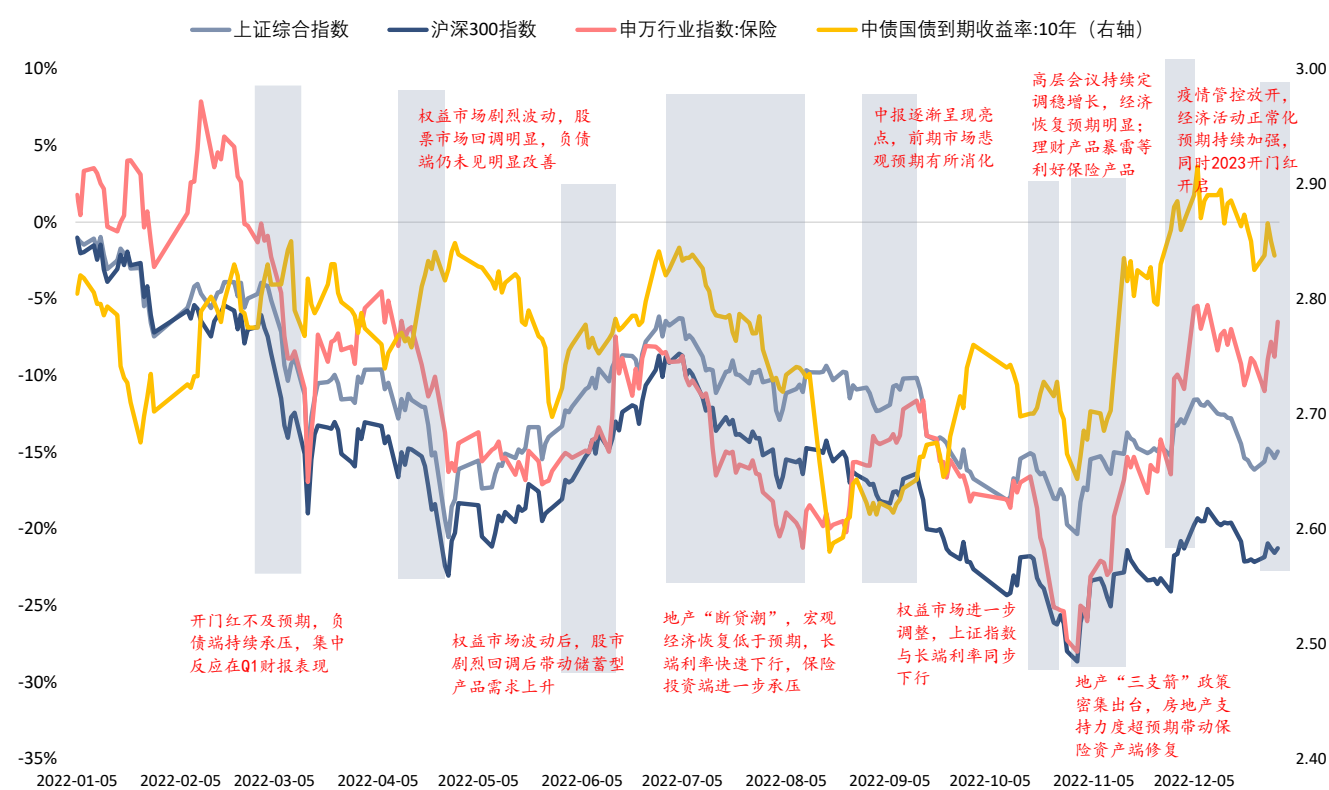
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

五、估值及个股关注

5.1 整体估值与板块表现

2022 年全年保险板块表现剧烈震荡，全年申万保险行业指数-6.50%，跑赢上证综合指数（-14.95%）和沪深 300 指数（-21.27%）。整体看保险板块从一季度下行后持续低位震荡，但四季度以来板块表现明显回升，尤其是 11 月和 12 月估值回升明显。

图 47：2022 年保险板块表现复盘



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2022 年上半年，负债端持续承压，权益市场剧烈波动并回调，房地产悲观预期上升，保险板块整体下行明显。

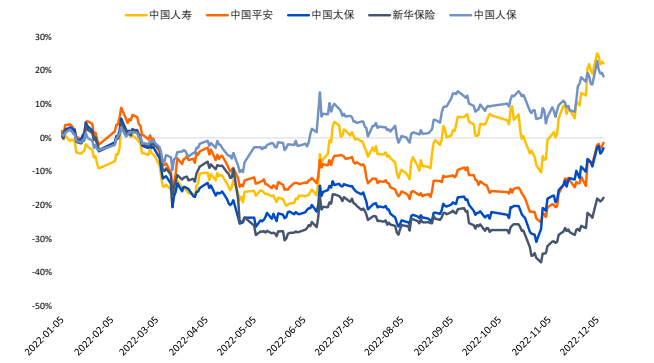
1) 2022 年年初时因 2021 年一季度负债端高基数、保险代理人持续下滑和疫情影响，居民保险消费动力不足，因此造成 2022 年开门红不及预期，这也直接反应在 2022 年 Q1 财报上，主要上市险企无论是规模还是价值均持续承压，因此板块估值迅速下行；2) 2022 年 4 月权益市场大幅波动，保险板块亦随之调整，前期估值修复有所回落；3) 权益市场剧烈波动后，伴随着疫情反复，部分居民风险偏好有所下降，储蓄型产品凭借“长期锁息+收益稳定+强制储蓄”等特性赢得市场青睐，进而带动保费和价值回升；4) 2022 年年中全国“断贷潮”频发，引起社会广泛关注，房地产带来的悲观预期上升，2022 年 7 月开始，上证和深证指数亦开始调整带动保险板块回调。

2022 年下半年，宏观经济逐渐企稳，保险负债端持续磨底，曙光逐渐显现，四季度以来宏观政策力度加大，房地

地产利好频发带动板块估值修复明显。1) 2022 年 8 月份保险上市险企发布中报，整体表现略超市场预期，前期市场悲观预期有所消化，带动板块估值小幅回升；2) 2022 年 10 月份开始权益市场继续调整，尤其是沪深 300 指数快速下行，保险板块亦同步剧烈调整；3) 2022 年 11 月以来，地产“三支箭”等超预期利好政策密集发布，直接利好保险投资端修复，前期市场对于保险投资端的担忧逐渐化解。同时理财产品“破净”等事件频发，储蓄

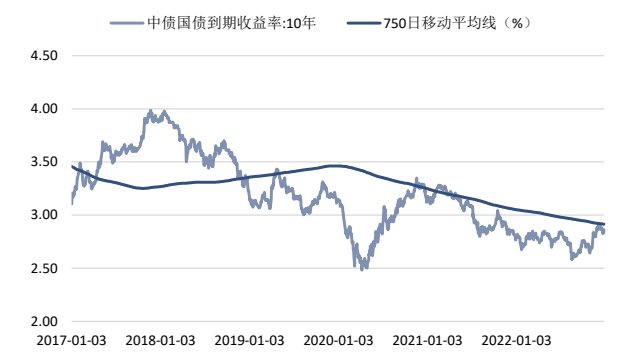
型产品需求在开门红背景下进一步提升。4) 高层密集会议进一步强调经济发展主线，稳增长预期进一步凸显。同时，随着疫情管控逐渐优化，经济活动正常化预期不断加强，伴随着 2023 年开门红活动和各大险企改革效果的逐渐显现，保险板块资负两端均有修复预期，板块估值不断修复。

图 48: 主要上市险企 2022 年股价表现



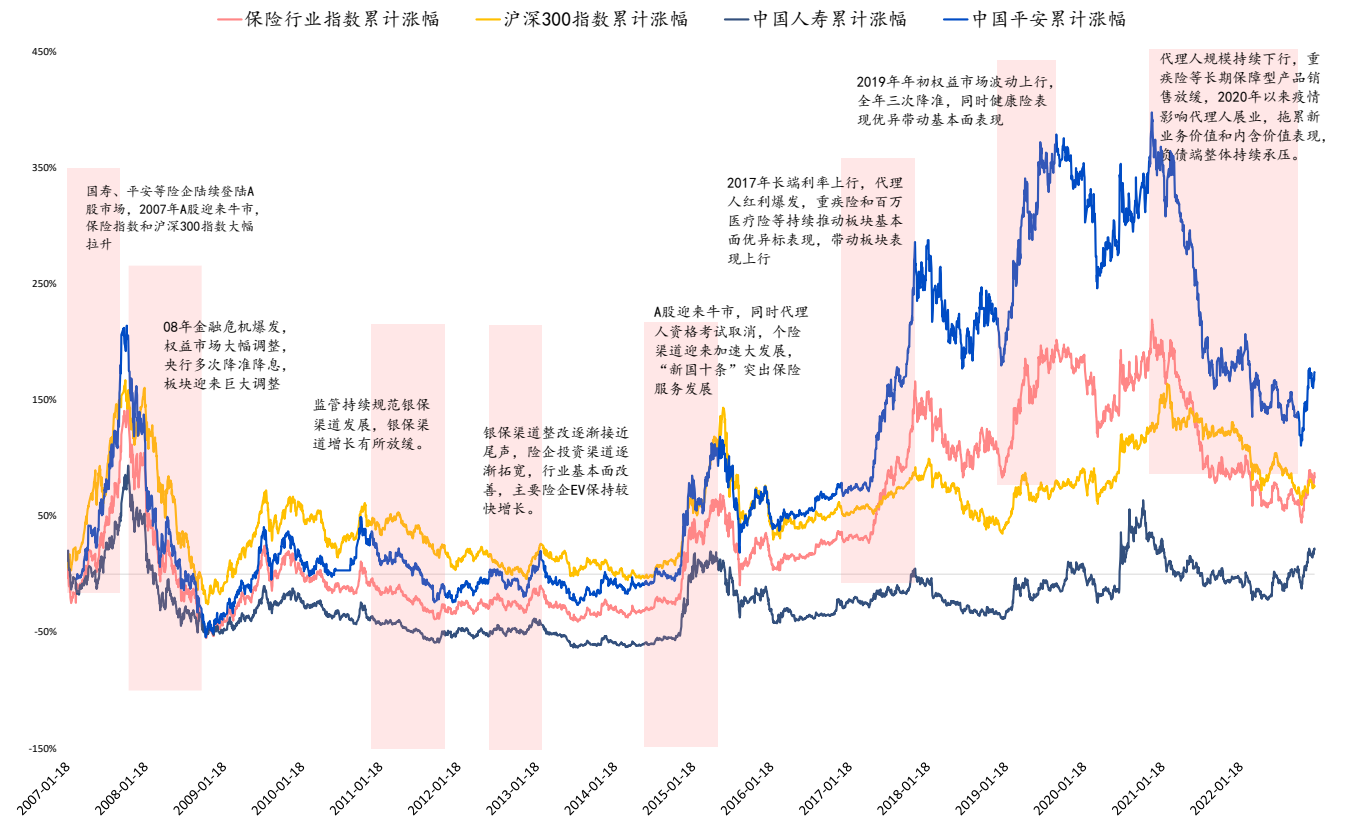
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 49: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 50: 2007-2022 年保险板块表现复盘



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2 个股标的关注

中国人寿：负债端表现稳健且领先行业，投资端弹性较大

公司 2022 年前三季度业绩表现整体符合预期，规模和价值指标领先同业，渠道改革继续推动队伍职业化、专业化转型，负债端或有望进一步企稳，投资端有望继续稳健表现。同时，随着新一届管理层正式到任，我们预计将带来更加精细化和专业化运营和管理，渠道改革有望继续呈现良好表现。

中国平安：更加受益房地产改善和庞大优质的代理人队伍

公司坚定推进“渠道+产品”改革，强化产品创新和渠道改革，持续深化“综合金融+医疗健康”双轮并行，不断推进“管理式医疗模式”构建。1) 人力和渠道端：坚定推动代理人队伍高质量转型，持续深化与平安银行银保合作以及积极探索社区网格化和下沉渠道，有望进一步提升寿险产能；2) 产品端：持续创新和升级产品体系，持续深耕重疾市场，适时推出增额终身寿险产品满足客户稳健理财需求等；3) 服务端：依托集团医疗健康生态圈，通过“保险+健康管理”、“保险+高端养老”、“保险+居家养老”三大核心服务构建差异化竞争优势，为客户提供多样化健康管理服务；4) 科技端：公司在金融科技、数字医疗领域持续探索创新商业模式，致力于实现反哺金融主业。

我们预计平安寿险营销队伍质态有望进一步提升，负债端有望迎来边际改善。投资端资产负债久期匹配有望进一步优化，未来仍应重点关注资本市场恢复情况。我们认为当前估值已反应悲观预期，建议关注。

中国太保：“长航行动”效果凸显，负债端表现有望领先

长期来看，公司在渠道端继续推进长航行动，在大健康大养老产业的布局逐渐深化，公司有望通过服务打造差异化优势，提升用户粘性，反哺保险主业，较快抢占养老保险的蓝海。2022 年第三季度公司单季新业务价值率增速率先由负转正，2022 年前三季度太保寿险保费收入同比+4.4%，新业务保费同比+31%，同时新业务价值增速延续逐季向好趋势，前三季度新业务价值同比降幅较 2022 年上半年进一步收窄，寿险改革效果显著。

中国财险：稳扎稳打的财产险绝对龙头

公司车险保费收入稳健增长，车险综改后公司综合成本率优势有望逐步扩大，同时非车险业务质态不断改善。我们预计公司保费收入将继续保持较快增长，公司通过精确的费率定价、高效的费用管理和运营不断提升盈利水平，有望继续优化成本管控并稳固业绩，承保利润有望进一步提升。

六、风险因素

宏观经济下行，银保合作不及预期，险企改革不及预期，居民财富增长不及预期，银保销售队伍质态提升缓慢，长期利率下行超预期，金融监管政策收紧

研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	migqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。